

# 日本股市与房地产泡沫起源 及崩溃的政治经济解释

冯维江 何帆\*

**内容提要** 本文对日本股市和房地产泡沫的起源与崩溃进行了分析。我们首先指出,在改革的次序上出现了金融系统改革先于企业系统改革的错误,以及由此带来的企业系统和金融系统结构性的不匹配是日本经济泡沫产生、积累和最终崩溃的根源之一;我们进一步从政治经济学的角度分析了出现这些政策失误的国内政治根源。行政机构的制度安排对局部和个体利益的轻视及纵容,导致相关省厅在集体层次上存在冲突、倾轧,错过了预防及治理泡沫的机会。日本社会出现的与膨胀的泡沫激励相容的贪婪和腐败,是造成经济泡沫不断扩大并最终不可收拾的重要原因。

**关键词** 泡沫 企业系统 金融系统 政治经济学

## 一 引言

自进入近代社会起,泡沫(bubbles)始终困扰着经济发展。从荷兰的郁金香狂热(tulip mania, 1636 ~ 1637)到法国的密西西比泡沫(Mississippi bubbles, 1719 ~ 1720),从英国的南海泡沫(South Sea bubbles, 1719 ~ 1720)和英格兰铁路狂热(railway mania, 1846 ~ 1847)到肇始于美国的大萧条(great depression, 1929 ~ 1938),泡沫带来的悲剧一再重复,人们稍有懈怠,它便酿造危机,将处于幸福之巅峰状态的人们推入谷底。Kindleberger(1978)认为,虽然繁荣与危机多次出现,但人们并未从经验中学到什么。本文以日本在20世纪80年代和90年代出现的股市与房地产市场泡沫及其崩溃为案例,试图分析其发生的机制,总结其失败的教训,以便中国在经济发展的过程中能趋利避害。

选择日本泡沫经济作为研究对象,主要基于两个原因。第一,殷鉴不远。从时间上看,日本泡沫经济于上世纪90年代崩溃之后,其经济后果延宕至今;从地域上看,日本与中国一衣带水,经济联系紧密;从发展现状看,中国当前的情况与日本遭遇泡沫经济之前所处的阶段相似,都经历了社会经济高速成长的上升期,并面临着同样的挑战:货币升值、贸易顺差、结构转型等。第二,案例典型。从1986年12月到1991年2月,日本经济在国际、政府、财界、大众等各方的投机活动支撑下,经历了高速发展并盛极而衰的全过程,泡沫的起源、积聚、失控以致破灭,阶段分明,便于研究。

\* 冯维江:中国社会科学院研究生院亚洲太平洋系 日本東京都町田市常盤町3758 樱美林大学博士共同研究室 194-0294 电子信箱:fwjack@gmail.com;何帆:中国社会科学院世界经济与政治研究所 100732 电子信箱:hefancass@gmail.com。

冯维江感谢日本国际交流基金对其赴日从事研究的资助,感谢日本樱美林大学任云、金永洙及万科宏观研究部潘艾敏的有益讨论。同时作者感谢中国社会科学院张宇燕对本文初稿的审阅。

## 二 文献述评

Flood 和 Garber(1980)指出,即使在合理市场中仍然可能出现资产价格暴涨暴跌的泡沫状态。仅从波动幅度看,无法判定价格变化是对可能的获利和风险进行计量评估后的结果,还是“沉浸在对获利的胡猜乱想甚至故意忽视将来的获利情况,转而代之以盘算能否在一个风险一直膨胀的交易链条上以更高的价格发现后续买家”的非理性结果。<sup>①</sup>

经济学家们对日本泡沫经济进行了分析,发现无论是股市泡沫(French and Poterba, 1991; Ueda, 1990)还是房地产市场泡沫(Ito, 1993; Nishimura, 1990),其价格波动均无法用资产定价理论来解释,利率、真实经济增长等实体因素的变化同样不足以解释股票和土地价格的大幅变动。<sup>②</sup>

泡沫现象很可能是多种因素复杂作用的结果。关于泡沫的成因,大致有三类意见。

第一,泡沫的出现和维持是人们狂热心理(enthusiasm)的结果,是与一国长期经济绩效的合理预期严重脱节的普遍过度乐观所致(Shiratsuka, 2003)。例如“土地不会贬值”的土地神话(land myth)<sup>③</sup>就曾盛行一时。以狂热或乐观情绪作为泡沫的成因,就如同将“大量过剩资本的冲击”作为泡沫的“根源”一样(谢芳, 1999),固然刻画出了日本泡沫经济时期现实情况中的一大重要表现,但这只不过是绝大多数泡沫经济中都存在的共性现象,以现象解释现象,并不能从理论上说明日本经济泡沫的特性。事实上,正如 Okina 等人(2001)所言,不断飙升的乐观预期只是泡沫产生和形成的一般方式,在此方式背后尚有众多促成乐观预期的因素有待分析。<sup>④</sup>

第二,政府经济政策失误。Bernanke 和 Gertler (1999)用数据模拟日本泡沫经济前后的情况,测算何种水平的事前目标利率可以消除资产价格泡沫。其结论是,即便迟至 1988 年,如果日本银行能将目标利率由 4% 提高到 8%,泡沫也是可以预防的。王宇(2004)指出,日本泡沫经济形成的原因是日本长期执行扩张性货币政策的结果,而这一决策又是因为日本初入国际市场在宏观政策的国际协调,特别是对美经济关系协调上出现失误所致。<sup>⑤</sup> Miyagawa 和 Morita(2005)总结了政府和日本银行(BOJ)在货币政策方面的失误,包括中央银行独立性不足、对通货紧缩的认识有误、对经济走势判断失误、货币政策拖泥带水、对不良贷款情况披露不力以及对货币存量指标重视不够等。金融当局在迅速推进金融自由化进程中的监管没有及时跟进,也是一些文献指陈的政府的败笔,如魏加宁(2006)。

政府在国内和国际政策制订和实施上的失误对于泡沫经济负有不可推卸的责任,但是,政策失误是如何出现的?是纯粹技术层面的信息采集、研判和反馈的失误,还是如 Grimes(2001)所提及的那样,与日本中央省厅、银行乃至政党领导人的无知、傲慢,特别是堕落有涉。换言之,日本政策失误的过程以及为了较准确地“再现”这个政治经济过程需要厘清的决策程序,是研究日本泡沫经济有必要关注的地方。

第三,金融和实体经济关系失调。宫歧义一(2000,中译本)对泡沫经济在日本产生和崩溃机制的经验分析表明,作为金融自由化后果的金融资产(存量)的调整过程先行,从而导致了实际 GNP(流量)的负

① 见《新帕尔格雷夫货币金融辞典》Crashes 词条。

② Ito 和 Iwaisako (1995)的经验分析认为,基本因素对 1987 年中至 1989 年中的资产价格变动具有一定解释力,但 1989 年下半年后的股价以及 1990 年后的土地价格变动则完全不在其解释效力之内。

③ 可以参考 Morinobu (2006)。

④ Okina 等(2001)从积极的银行行为、持续宽松的货币政策、加重土地价格上涨趋势的税收和管制政策、脆弱的约束机制以及日本自负情绪的影响等五个方面来说明乐观预期不断飙升的机理。

⑤ 王宇(2004)驳斥了“日元升值”是日本泡沫经济成因的观点。关于日美经济(制度)协调与日本经济危机的关系,还可以参考陈建军(2002)。王伟旭、曾秋根(2003)将危机归结于“美国政府的遏制阴谋”。

增长,出现了存量和流量的“复合萧条”。在宫歧义一看来,金融自由化之后民族国家丧失对金融体系和资本的管制力几乎是必然的,所以遏制泡沫的关键在于重构“全球性的凯恩斯经济政策”,让一个“强有力的世界中央银行”来充分控制规模巨大的国际资金的流向。问题在于从日本这个特例看,假设金融自由化之后积累于资本市场的资金能够得到有效率的运用,或者反过来讲,实体经济对于资本市场资金的吸纳是“正常”的,那么是否有国家甚至超国家的管制只是一个无关紧要的问题。奥村洋彦(2000,中译本)同样强调金融自由化对实体经济影响中消极的一面,对“泡沫经济的产生有着不容忽视的影响”。奥氏以“金融不稳定假说”为主要理论基点,对家庭、企业以及金融部门在“泡沫经济”中的异常行为进行了细致的分析。在他看来,实体经济中的“异常”行为,往往是金融自由化导致的金融交易规则及信息流向变化等引起的、前述各类行为体在金融交易中的“行为变异”所致。张颖(2002)则认为泡沫经济崩溃的根本原因在于经济基本层面,即日本生产率低下、实体经济发展乏力以致无法填充虚拟经济(主要是股票市场)中产生的泡沫。

日本股市和房地产市场泡沫的出现和崩溃,是因为金融与实体经济之间关系的不协调。但这种不协调的核心,并不全在于宫氏所诟病的资本管制力被削弱或者奥氏担心的金融不稳定带来实体经济异常,也不完全是因为实体经济发展失效,而是在于日本企业系统和金融系统制度变迁的顺序出现错误。

### 三 泡沫源于企业系统和金融系统的效率冲突

我们可以大致把企业划分为两类,即传统企业和新兴企业。两者生产的产品特性以及获取利润的途径存在重要的差异。传统企业的生产链条细密,产出的多为市场广泛接受的成熟产品,工艺精湛可靠,生产过程相对固定,风险可控,回报稳定,其利润主要得自空间集约成本而致的规模收益。新兴企业则以投入新要素、开发新产品、创造新市场为主,成败的不确定性较大,一旦成功则回报颇高,其利润主要得自时间上领先同侪所得的创新收益。

企业因其特征不同,要求不同的金融机构与之配合。按照艾伦和盖尔(2002,中译本)的划分,金融机构主要包括:其一,银行导向的金融系统,即以银行为代表的金融中介作为主要的资金动员机制的金融系统。其二,市场导向的金融系统,即资金的募集、风险的分散等主要通过金融市场进行的金融系统。

银行体系更适宜于为传统企业提供金融服务:(1)传统企业生产各阶段的风险比较容易辨识,通过银行导向金融系统的跨期风险分散机制就能够将系统风险安排在一段相当长的时间内,从而平滑了生产周期性波动释放的风险;(2)银行能够主动动员资本促成关系企业在更大的范围内进行分工和生产(Sirri and Tufano, 1995),同时防止高流动性的金融场所创造的短视的投资气氛;(3)与投资者联盟的银行在监督企业和减缓借款后的道德风险方面优于市场(Boot and Thakor, 1997);(4)强势银行系统比市场更有效地强制企业偿还其债务,尤其是在合约执行能力弱的国家更是如此(Rajan and Zingales, 1999)。

以技术创新为利润源泉的新兴企业则需要市场导向的金融体系与之配套。开创性的发明属于孤立事件,受随机因素影响,由少数固定的银行机构投资创新性项目,不确定性太大,并且强势银行通过信息垄断而收取信息租金和保护关系企业,会产生妨碍创新的效果(Allen and Gale, 1997)。而市场允许个人分散投资组合对冲特殊的不确定性,投资人可根据自己的承受能力调整资产组合。如果金融市场足够发达,就可以为一般投资者提供大量不同的金融产品,同时还可以提供足够多的横向分担不确定性的机会。因此,只宜通过市场的横向分担机制来分散不确定性和支持创新的金融系统,才能支撑创新型企业系统发展的需要。技术等方面的创新虽然不确定性较大,但是一旦成功,将会带来巨额回报。总体来看,创新

收益足以回馈金融市场。

到 21 世纪初期,日本的企业体系仍然以传统企业为主。我们可以根据 OECD 对各成员国研发 (R&D) 投入情况的调查统计,粗略判断美日企业的差异。<sup>①</sup> 日美两国研究与开发投入强度 (RDIP) 情况如图 1、图 2 所示:

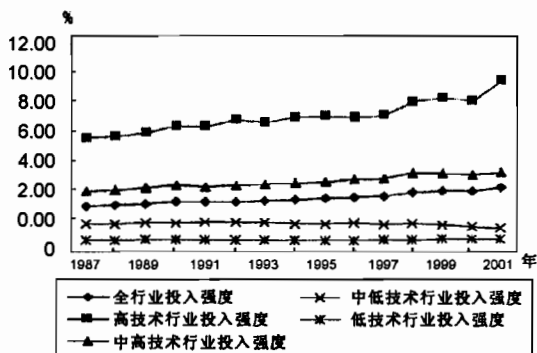


图 1 日本 R&D 经费投入强度 (1987~2001)

资料来源:根据 OECD 数据制作。

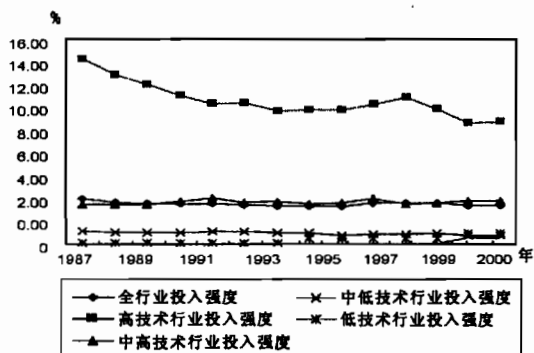


图 2 美国 R&D 经费投入强度 (1987~2001)

资料来源:根据 OECD 数据制作。

从图 1 和图 2 可以看出,美国在高技术行业的 R&D 经费投入总体上明显高于日本。日本的全行业投入强度在中高技术行业的投入强度以下(美国的全行业投入强度与中高技术行业投入强度持平),说明日本 R&D 投入整体均以中、低技术行业为主体。而且,从 20 世纪 80 年代末直到 90 年代中后期,日本对高技术企业的研究和开发经费投入的上升对全行业技术投入强度影响甚微,同样也表明该国企业技术投入的重点在于中低技术行业。

企业体系尽管仍然以传统企业为主,没有发生较大的变革,但是日本的金融体系却出现了天翻地覆的变化。在泡沫累积前期,国内金融市场重获新生,限制资本国际流动的防火墙也遽然洞开。前者不仅让沉积在国内企业和家庭部门的资金得以直接进入市场逐利,而且更是给原本循环于间接融资渠道中的资金创造了喷薄而出的机会。后者则为海外资本进出日本提供了便利。

与泡沫密切相关的短期金融市场在游戏规则上获得巨大的突破,在规模上也开始不断膨胀。从游戏规则方面看,20 世纪 70 年代后期对金融机构持有国债管制的放松以及 1983 年日本金融制度调查会“渐进地实现利率自由化”的决定可以算作日本金融自由化的肇端。从 1985 年起,在金融自由化浪潮推动下,日本存款利率开始逐渐放开,<sup>②</sup>短期金融市场上的创新也层出不穷,标志着日本金融系统大转型正式展开。<sup>③</sup>

从规模方面看,1985 年之后日本短期金融市场余额增长迅猛。同业拆借市场 1985 年末不到 200 千亿日元,到 1990 年末增加到 410 千亿日元;短期拆借市场也从 50 千亿左右增加至 240 千亿。短期金融市场余额总规模由 1985 年末的 340 千亿,5 年后增加至 900 多千亿日元(见表 1)。

① R&D 经费投入强度 (R&D intensity using production, RDIP) 由下式计算:  $RDIP_t^i = \frac{ANBERD_t^i}{PROD_t^i} \times 100$ 。其中,ANBERD 是商业企业研发投入,PROD 指当期价格下的产出,两国数据均根据购买力平价进行了调整。

② 1985 年实现大额存款(10 亿日元)利率自由化,短期拆借市场利率和票据利率自由化则早在 1978 年就已实现(奥村洋彦,2000,中译本)。

③ 1985 年 7 月创设无抵押短期拆借市场,1986 年 2 月开始发行短期贴现国债(TB),12 月设立东京离岸市场,1987 年 11 月设立国内商业票据(CP)市场(鹿野嘉昭,2003,中译本)。

表 1 日本主要的短期金融市场余额变化趋势

	1980		1985		1990	
	占比	余额	占比	余额	占比	余额
同业拆借市场	99	58.9	198	58	410	45.2
短期拆借市场	41	24.7	51	15	240	26.4
票据市场	57	34.2	147	43	171	18.8
公开市场	69	41.1	143	42	498	54.8
债券回购	45	26.9	46	13.6	66	7.3
可转让大额存单(CD)	24	14.1	97	28.3	189	20.8
国内商业票据(CP)	-	-	-	-	158	17.3
政府短期证券(FB)	0	0.1	0	0.1	10	1.1
短期贴现国债(TB)	-	-	-	-	76	8.4
合计	168	100	341	100	909	100

资料来源:鹿野嘉昭(2003,中译本)。

高速增长期,利率、分支机构以及债券市场在发债管理等方面广泛存在管制条款,一方面支持了银行中心的间接金融体系,另一方面也钳制了直接融资渠道的发展空间。所以,游戏规则的变化,打开了市场与中介同台竞技的窗口。问题在于新的市场融资机制并没有启动与之相适应的企业系统,并且在其与旧有的银行中心的金融系统之间,也没有架设必要的风险防火墙,以至旧的“金融-企业”系统中的产业资金更弦易辙,有相当一部分分化为“博傻逐利”的投机资本。而本来处于管理之中的风险,亦转化为充斥于市场上而无足够创新型企业的消化不确定性。所以,当泡沫初现之期,大量资金涌入市场使之规模剧增,而泡沫接近崩溃之时,反映到市场上也会出现相应的波动。

日本早在 70 年代初就已放宽和废除外汇管制。1973 年底,日元汇率制度由固定汇率制改为浮动汇率制。由开放经济的三难选择可知,作为经济大国的日本如果不准备放弃货币政策自主权的话,要坚持浮动汇率就只剩下让资本自由流动这一个选择。<sup>①</sup> 虽然 1980 年底实施修订后的《外汇法》原则上开放了资本账户,但全面实施资本市场的自由化和国际化,则是在 80 年代中期以后依照《日美日元美元委员会

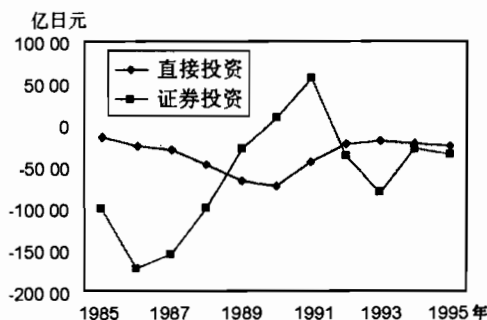


图 3 日本国际收支平衡表金融账户中的直接投资和证券投资净额

资料来源:根据日本财政部数据制作,数据的年为历年而非财年。

由表 1 还可知,短期金融市场不仅在规模上有很大扩充,而且其结构也发生巨大变化。首先,初期占绝对优势的同业拆借市场以及占较大比重的票据市场和债券回购市场,在金融转型后所占比重有所下降,而公开市场业务的比重相应上升。其次,一些前所未有的市场形态被创设出来,并占到相当比例(1/4 强)。无论是数量规模的扩大还是市场结构的多样化,都说明这一时期日本短期金融市场对传统渠道中的资金具有较强的吸引力。

事实上,金融市场规模和结构的变化与游戏规则的变化息息相关。在日本的经济

高速增长期,利率、分支机构以及债券市场在发债管理等方面广泛存在管制条款,一方面支持了银行中心的间接金融体系,另一方面也钳制了直接融资渠道的发展空间。所以,游戏规则的变化,打开了市场与中介同台竞技的窗口。问题在于新的市场融资机制并没有启动与之相适应的企业系统,并且在其与旧有的银行中心的金融系统之间,也没有架设必要的风险防火墙,以至旧的“金融-企业”系统中的产业资金更弦易辙,有相当一部分分化为“博傻逐利”的投机资本。而本来处于管理之中的风险,亦转化为充斥于市场上而无足够创新型企业的消化不确定性。所以,当泡沫初现之期,大量资金涌入市场使之规模剧增,而泡沫接近崩溃之时,反映到市场上也会出现相应的波动。

报告书》展开的。根据该报告,1984 年 6 月,日本政府撤消了对日元汇兑业务的管制。随后 1 年之中,又迅速采取了放松对欧洲日元交易的管制、允许外资银行参与日本信托业务等措施,从制度上为外资打开了通向国内市场的大门。<sup>②</sup>

日本经济快速发展以来,一直是资本的净流出国。但如图 3 所示,金融账户的证券投资项目在 20 世纪 80 年代中期以来净流出大幅缩小,在经济泡沫崩溃前夕一度“扭负为正”。随着泡沫被挤破,证券投资项目再度出现资本短期内大量外撤的现象。

许多文献都指出,泡沫经济时期银行在房地产投资中扮演了“纵容者”甚至“唆使者”的角色。它们为土地持有者和其他

① 关于“三难选择”可参考克鲁格曼、奥伯斯法尔德(2006,中译本)。

② 报告书的概要和实施情况可以参考鹿野嘉昭(2003,中译本)。

个人不断扩张的土地投机提供循环和反复的抵押贷款,抵押贷款比率甚至高达70%(谢经荣等,2002)。但是房地产投资如果没有明确的实体经济体的支撑,则属于对价格等信息高度敏感的信息密集型行业。换言之,银行资金对于房地产市场的介入,只有当其回报是以贷款对象未来一段时间内要素收益而非溢价收益为担保的条件下,银行所处理的才是风险;否则银行面对的是不确定性。作为个体决策者的银行,如果其贷款对象的担保系于房地产持有者在未来还款期内基于所持房地产在内的要素的报酬,则风险在银行能够处理的范畴之内。反之,如果贷款担保系于缺乏确定要素支撑的可能溢价,那么其不确定性已非作为个体决策者的银行所能承担。

从日本房地产投资史看,在20世纪80年代中期的房地产膨胀之前,日本已经经历了50年代后期以及60年代末70年代初两次人口迁徙为支撑的房地产价格膨胀。<sup>①</sup>如果说在50至70年代“大都市圈化”的人口转移运动中,以膨胀的土地价格还有“新移民”所提供的生产要素的回报作为支撑的话,那么这种“实体经济保障”在80年代中的土地价格膨胀中已不复存在,银行贷款回报的保证基本上只能指望抵押地产价格的不断上溢。通过房地产这一渠道,银行系统积累了大量它所不擅长处理的不确定性,这些本来应该由完善的金融市场加以分散的风险戏剧性地向银行集中,成为泡沫不断扩大的主要动力之一。

总体来说,20世纪80年代的金融改革带给日本金融系统的后果是,金融市场及房地产市场酝酿了巨大的不确定性,这些不确定性又影响到银行的经营,银行系统跨期平滑风险的功能在面对巨大不确定性时基本失效,而外资的自由进出又进一步放大了事态的严重程度。

日本的问题出于改革的次序:在传统的企业系统并未发生结构性转变的情况下对金融系统进行了大刀阔斧的改革,以致一方面缺乏足够的创新型企业为金融市场提供其分散不确定性所要求的回报,另一方面传统型企业长期积累的资金经由银行进入金融和房地产市场,造成不确定性在银行系统的积累。从日本的教训可以看出,即使改革的方向是正确的,但是次序出现了错误,结果也是灾难性的。在金融改革的过程中,尽管市场的规模不断扩大,但是市场配置资源的效率反而有可能降低。造成这种“市场劣化”的原因可以从供给和需求两个方面来看。需求方面,由于房地产和金融市场对应的长于信息和技术的新型企业系统不发达,提供的实体经济回报最终无力满足市场的期望回报,所以市场上的企业对资金的需求不是有未来回报支撑的有效需求。供给方面,主要是由于政府在监管、利率、税收<sup>②</sup>等系列政策上的错误,让普通民众特别是缺乏投资经验的人士向这些缺乏实体回报支撑的乏效市场投入了大量边际效率为负的资金。<sup>③</sup>实际上,实验经济学的结果显示,“防止泡沫形成的惟一有效方法是让同样的被试者再次参与这个泡沫实验,并且要参与三次;只重复一次通常并不能有效地阻止泡沫的形成。……参与过泡沫市场实验的人可以起到平稳市场的作用”(米勒,2006,中译本)。这意味着那些从未参加过投资却一心盼望着“风落”溢价的新手大量涌入市场,其实在不断削弱市场的稳定基础。

#### 四 泡沫经济时期政策决策的利益逻辑

我们将泡沫归咎于改革次序错误导致的金融系统和企业系统错配,这样的局面如何演变而来,却不

① 20世纪50年代后期,每年有超过40万的人向三大城市圈(东京圈、大阪圈和名古屋圈)迁徙,70年代初《日本列岛改造计划》提出解决人口过密问题引发的土地投机(谢经荣等,2002)。

② 例如日本对土地转让课以高额所得税,特别对短期转让所得甚至可以说是禁止性的重税措施。但由于土地投机并不总是以短期内的频繁转手为特点,政府的做法不但没有起到抑制土地投机的作用,反倒是抑制土地交易从而减少了土地供给,抬高了土地价格,进一步诱使更多人参与土地投机,吹大了市场中的泡沫(谢经荣等,2002)。

③ 只是因为日本长期以来重视构建政治稳定的经济基础,不以政治稳定和社会保障为代价追求经济结构升级,这些无效投资的糟糕经济后果才不至于在陷入长期经济停滞的日本社会引发更为广泛和恶劣的社会危机。

是纯粹经济层面的原因能够解释的,必须借助对政治结构的利益分析予以揭示。前文悬而未决的问题主要有三。其一,日本企业系统为什么未能先行向创新型企业系统调整?其二,金融自由化政策为什么大行其道?其三,面对已经形成的泡沫,日本政府的经济政策为什么未能有效及时地予以疏导,反倒任其膨胀并强行刺破?我们认为,单纯从经济学的角度难以对这些问题进行深入分析,因为政策的制定和执行往往是政策决策过程中各个利益集团博弈的结果。本文尝试从政治经济学的角度,分析日本在泡沫经济时期政策决策的利益逻辑。

日本的政策决策具有鲜明的行政主导色彩。调查显示,日本48%的团体认为对政治施加影响时行政机构最重要,认为政党或议会最重要的只有46%。作为对比,美国利益团体90%认为议会十分重要,而认为行政机构和总统府重要的只有50%。非官方利益集团“往往通过政调会和族议员提出要求,特征是不透明,很难看清内幕”(辻中丰,1989,中译本)。

如果将分析的角度对准政府的行政部门,则必须从两个层次分析其行为的利益逻辑。一是部门利益,行政机构追求的利益主要是政治的利益或者说实际权力的扩大。实际权力不仅包括法律或制度明确规定下的职权,同时还包括该行政机构经由其他渠道能够攫取到的间接权力。行政机构追求扩大权力通常针对别的行政机构而言,因此行政机构之间往往存在激烈的冲突。二是官员的个体利益,行政机构中的官僚个体所追求的利益除了升迁代表的权力扩大之外,还追求权力的经济利益化。第二项动机通常非常隐蔽,但是在第一项动机受挫或无望时,这项动机会变本加厉甚至有无视法律的风险。

### (一)为什么日本的电信行业没有发展起来

美国学者约翰逊(1992,中译本)曾将日本模式的成功归结于日本政府对产业的培育,而产业政策的主要设计者通产省被视为日本奇迹的“催化剂”。尽管一些学者对约翰逊的“官主导说”表示反对,甚至通过行业研究得出“日本政府模型是失败的原因,而不是成功的根源”这样完全相反的结论(波特等,2001,中译本),但日本行政机构对经济运行存在显著影响(无论是好是坏)是显而易见的。

从通产省和邮政省<sup>①</sup>争夺电信业管辖权的过程,就可以看出为什么新兴企业在日本难以发展起来。日本计算机工业一向划归通产省管辖,但联网计算机所使用的电话电路一向是归邮政省管辖。所以,尽管早在1970年通产省就决定将政策扶持的重点转向“知识密集型产业”,并且取得长足进展,<sup>②</sup>但当20世纪80年代通产省提出将电信工业全部纳入自己管辖之下时,遭遇到邮政省的全力反击。

从实力上看,尽管通产省更为强大且有藏省的支持(藏省在80年代初曾与邮政省就控制邮政储蓄金问题发生冲突),但邮政省管辖着遍及全国的2.3万个邮局,直接掌握大量对自民党的选票。此外,当时邮政系统一些分支机构的丑闻和贪污案件,出人意外地抬高了邮政省的地位,因为在一些政治家看来,为了防止下属滥用职权,必须扩大邮政省的权力和责任,并且日本电信电话公司与美国的贸易摩擦也成为邮政省攫取权力的理由(洛奇,1994,中译本)。最后的结果是,这场对抗基本以通产省的失败告终。

邮政省的胜利使通产省制订的可能带来企业系统由传统型向依托信息和技术的创新型转换的计划无法顺利实施,以致此后数年间日本在家用电子计算机以及因特网发展方面几乎没有重大突破。现在看来,如果日本企业系统能够发生创造性转换,那么在20世纪50至70年代积累的雄厚资本和精湛技艺的支撑下,辅以国际化的金融市场,日本经济可能从此走上完全不同的道路。

### (二)为什么日本的中央银行缺乏独立性

<sup>①</sup> 2001年日本中央省厅重新编制,通产省改制为经济产业省,邮政省与总务厅、自治省合并,统一成立总务省。

<sup>②</sup> 当时通产省不仅将国内的5家计算机厂组织成两大集团,而且出巨资设立研发机构。到20世纪80年代,日本已经在若干硬件生产领域超过美国,软件产业也通过三个五年计划的实施而迅速发展(梁云祥、应霄燕,2000)。

日本银行政策独立性不足,实际上与大藏省<sup>①</sup>通过制度被赋予以及通过其他间接渠道攫取的实际权力过大息息相关。仅从《大藏省设置法》看,该省已经被赋予:(1)负责编制国家预算草案,管理预算开支;(2)制定税收政策和税收具体方案;(3)制定财政投资计划,发行国债,管理国库、国有财产,发行纸币;(4)监督国家各级金融机构,制定对外汇兑政策等;(5)制定国家财政政策等重大职权。其中发行纸币、监督各级金融机构等权力已经大大超出了通常理解的财政部的管理范畴。

除了制度赋予的权力外,大藏省的权力还来自几个方面。首先,许多大藏省出身的官僚当选为国会议员,并且由于大藏省不仅管理金融机构,也负责编制预算,使得国会议员相当仰赖大藏省的官僚以提供选区需要的预算,因此大藏省在国会中有庞大的势力。其次,大藏省还控制了很多与政府相关的信息,导致了大藏省官僚在总体经济政策上的强势地位。在1995年行政程序法实施之前,日本民间对官方的行政裁量并没有任何申诉管道,这些都强化了大藏省不受挑战的权力(Grimes,2001)。

比较而言,当时日本银行的地位是发达资本主义国家中央银行中最低的。人事方面,大藏省几乎是单向的向日本银行输出,日本银行副总裁向来由大藏省出身的官员担任。名义上货币政策委员会是日本银行的最高决策机构,由日本银行总裁、城市银行代表、地方银行代表、工商业代表、农业代表各一名和两名政府代表(大藏省代表及经济企划厅代表)组成,在货币政策决策过程中,政府代表具有很大的影响力。日本银行对大藏省的弱势关系在20世纪80年代后半期的货币政策制订中产生了重大影响。

非官方利益集团往往通过行政机构来实现符合自身利益的政策企图,某种程度上大藏省不得不代表这些利益团体干预日本银行的判断和措施。以经团联为例,经团联大体上代表了大企业和整个行业团体的意见。1987年它的主要政策包括:发挥民间活力,开发后进地区,实现金融资本市场的自由化与国际化等(辻中丰,1989,中译本)。通过分析大企业在泡沫经济中的利益结构不难发现,它事实上扮演了推波助澜的角色。股价的高涨降低了企业直接金融的成本,大企业利用这一有利机会,从证券市场上筹集了远远超过自身实体需要的资金,并脱离本业积极参与土地,特别是股票和汇兑的投机。

在经团联等代表大企业的压力团体向政府宣示上述政策诉求的同期,日本银行已经注意到货币供给暴增,以及随之而来的股票及土地资产价格暴涨。尽管1987年日本银行副总裁三重野公开表示“日本正坐在火药筒上”,日本银行在公文书中也一再指出货币供给增加的危险性,但是对亟待恢复财政平衡的大藏省而言,资产价格暴增不但符合大企业的利益诉求,而且还提供了释放公股以及增加消费税的机会,因此利用自身的强势地位迫使日本银行在1987年下半年收回升息计划,1988年的升息计划再度遭到大藏大臣桥本龙太郎压制,等到真正实施升息时经济已是沉疴痼疾、积重难返(Grimes,2001)。

### (三)为什么经济泡沫会滋生政治腐败

金钱对于日本政治可谓命脉,政党、政党中的派阀要靠大量金钱来维持,特别对派阀中的首脑而言,没有足够的金钱就不能维持其在政治场上的影响力。金钱或者说经济利益对于日本政治人物而言,无论在议会或是行政机构,都具有特别的政治意义。另外,对于一些官僚体系中佐吏层次的人来说,晋升的潜力有限,在退休之前将权力转换为经济利益也是相当现实的考虑。不过,政治捐献受限于相应的法律,明目张胆的贪腐行为在法制社会也冒有相当大的风险,所以他们在有条件的前提下,会选择更为“安全”的方式来实现权钱交换。在监管欠缺的情况下,与监管本来就存在“时间差”的各种市场创新(特别是金融创新)恰恰提供了这样的机会。所以,分析行政机构个体行为的动机,从业者有理由对纷繁复杂的(金融)市场创新乐观其成,这在客观上助长了经济泡沫的积累和扩张。官僚体系的这种支持,在整个行政机

<sup>①</sup> 2001年后日本大藏省改为财务省。



构从下到上都有较稳固的个体利益基础,特别是在政治界的上层或潜在的上层,这种“安全”特性更受到青睐,结合利库路特案件来看,前述特征尤其明显。<sup>①</sup>

利库路特案的涉案对象之广,震惊日本国内外。从身份来看,不仅涉及了包括前任及时任内阁总理大臣、内阁大臣和政务次官在内的内阁成员,牵涉了依据政绩由底层公务员擢升为事务次官的技术官僚,还包括在野党议员、财界要人、新闻界乃至学术界的名流。从数量上看,涉案对象达数十人,证人达3800人,先后逮捕14人,起诉17人。从后果看,此案事发,不仅使自民党内的好不容易建立起“举党体制”的竹下登内阁垮台,而且还造成自民党内部各大派阀头面人物中无一清白之人可以继任的窘境。

该案在经济上区别于日本以往发生的贪腐案件主要特征在于,行贿者不是通过现金而是通过低价转让“上市后价格肯定上涨的有关环境开发和不动产股票”的形式实现贿赂目的。借助非传统的市场交易工具行贿,实现了保护受贿者的目的。例如,检察部门站在“不偏不倚的立场,按照法律规定的程序”对涉案的日本前首相中曾根康弘不予起述的理由就是,转让未公开股票“是在股票正式注册上市1年零10个月前进行的,当时尚无法肯定行贿受贿的客体一定会带来财产上的利益,所以不能认定涉嫌行贿受贿罪”。问题在于,政治经济政策的决策者及其利益相关者,如此大规模的接受与土地、环境开发相挂钩的未上市股票(其中相当部分购买资金是以向公司举债的形式获得),说明土地和股票市场的非正常增长符合他们的利益,既如此,他们会因势利导地动用手中的权力对金融自由化等政策开闸放水。

## 五 结语

日本泡沫经济发生和崩溃之后,十多年来处于萧条或者不景气的状态。这个教训是深刻的,我们将之归结为经济体系改革错序导致的企业系统与金融系统的不匹配,以及行政部门之间的利益和权力博弈带来的错误。当然,这只是一种解释,这段历史值得研究者从不同角度予以总结。

在研究过程中,令我们印象深刻的地方在于,尽管日本经历了长达十多年的经济停滞,但日本社会并没有因此而动荡不安,这一方面得益于这个社会传统中包含的稳定因素,另一方面也得益于日本当局和社会宁可以丧失快速调整经济结构的能力为代价来换取社会稳定的施政意图(高柏,2004,中译本)。这种做法的经济基础在于经济结构调整过程中受到严重威胁的大多数人的社会保障。对于所有面临经济结构变迁的国家而言,哪些人是巨变过程中需要保护的大多数,以及能否在不顾及他们利益的前提下长期维持结构升级中的政治稳定,都是值得进一步思考的问题。

### 参考文献:

- 艾伦,盖尔(2002):《比较金融系统》(中译本),中国人民大学出版社。
- 奥村彦彦(2000):《日本“泡沫经济”与金融改革》(中译本),中国金融出版社。
- 约翰逊(1992):《通产省与日本奇迹》(中译本),中共中央党校出版社。
- 陈建军(2002):《从结构协调到结构冲突》,《社会科学战线》第5期。
- 高柏(2004):《日本经济的悖论——繁荣与停滞的制度性根源》(中译本),商务印书馆。
- 官歧义一(2000):《泡沫经济的经济对策——复合萧条论》(中译本),中国人民大学出版社。
- 克鲁格曼、奥伯斯法尔德(2006):《国际经济学(国际金融部分)》(中译本),中国人民大学出版社。
- 梁云祥、应霄燕(2000):《后冷战时代的日本政治、经济与外交》,北京大学出版社。
- 鹿野嘉昭(2003):《日本的金融制度》(中译本),中国金融出版社。

<sup>①</sup> 关于该案件的详细情况可参看王振锁(1996)。

- 米勒(2006):《实验经济学:如何构建完美的金融市场》(中译本),中国人民大学出版社。
- 洛奇(1994):《轮到美国改革了》(中译本),企业管理出版社。
- 辻中丰(1989):《利益集团》(中译本),经济日报出版社。
- 田谷禎三(2007):《日本泡沫经济的发生和崩溃与中国经济》,综合开发研究院《脑库快参》第4期。
- 王伟旭、曾秋根(2003):《警惕美国的第2次阴谋》,人民日报出版社。
- 王宇(2004):《国际经济协调中宏观政策的可能失误》,《经济研究参考》第67期。
- 王振锁(1996):《自民党的兴衰——日本“金权政治”研究》,天津人民出版社。
- 魏加宁(2006):《日本的教训:日元升值与泡沫经济》,《西安金融》第1期。
- 谢芳(1999):《日本泡沫经济的原因》,《日本问题研究》第2期。
- 谢经荣、朱勇、曲波、周健、朱海洪和丰雷(2002):《地产泡沫与金融危机——国际经验及其借鉴》,经济管理出版社。
- 张颖(2002):《日本泡沫经济崩溃的必然性分析以及对中国的启示》,《现代日本经济》第1期。
- Allen, F. and Gale, D. “Financial Markets, Intermediaries and Inter-temporal Smoothing.” *Journal of Political Economy*, 1997, 105, pp. 523-546.
- Bernanke, Ben S. and Gertler, Mark. “Monetary Policy and Asset Price Volatility.” In *Achieving Price Stability*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999, pp. 77-128.
- Blanchard, O. and Watson, M. W. “Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets,” in P. Wachtel, ed., *Crisis in the Economic and Financial Structure*, Lexington Books, 1982.
- Boot, A. and Thakor, A. “Financial System Architecture.” *Review of Financial Studies*, 1997, 10, pp. 693-733.
- Flood, R. P. and Garber, P. M. “Market Fundamentals Versus Price-level Bubbles: The First Test.” *Journal of Political Economy*, August 1980, 88(4), pp. 745-70.
- French, Kenneth and Poterba, James. “Were Japanese Stock Prices too High?” *Journal of Financial Economics*, 1991, Vol. 29, pp. 23-50.
- Grimes, William W. *Unmaking the Japanese Miracle: Macroeconomic Politics, 1985-2000*, New York: Cornell University Press, 2001.
- Ito, Takatoshi and Iwaisako, Tokuo. “Explaining Asset Bubbles in Japan.” *NBER Working Paper* 5358. November 1995.
- Ito, Takatoshi. “The Land/Housing Problem in Japan: A Macroeconomic Approach.” *Journal of the Japanese and International Economies*, January 1993.
- Kindleberger, C. P. *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1978.
- Miyagawa, Shigeyoshi and Morita, Yoji. “Lessons from Japan’s Prolonged Recession.” Department of Economics and Accounting, University of Tampere, Finland, Working paper 44, September 2005.
- Morinobu, Shigeki. “The Rise and Fall of the Land Myth in Japan: Some Implication to the Chinese Land Taxation.” PRI Discussion Paper Series, No. 06A-08, March 2006.
- Nishimura, Kiyohiko G. “The Mechanism of Land Price Determination in Japan,” in C. Nishimura and Y. Miwa, eds., *Japanese Atock and Land Prices*, Tokyo: The University of Tokyo Press. 1990.
- Okina, K.; Shirakawa, M. and Shiratsuka, S. “The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan’s Experience in the Late 1980s and the Lessons.” *Monetary and Economic Studies (Special Edition)*, February 2001.
- Rajan, R. and Zingales, L. “The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origin and Growth of Firms.” University of Chicago working paper, 1999.
- Shiratsuka, Shigenori. “The Asset Price Bubble in Japan in the 1980s: Lessons for Financial and Macroeconomic Stability.” BIS Paper, No. 21, 2003.
- Siri, Erik R. and Tufano, Peter. “The Economics of Pooling,” in B. Dwight Crane et al. des., *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston: Harvard Business School Press, 1995, pp. 81-128.
- Ueda, Kazuo. “Are Japanese Stock Prices Too High?” *Journal of the Japanese and International Economies*, December 1990, Vol. 14.

(截稿:2006年11月 责任编辑:李元玉)